

东盟公司治理结构的现状与前景

王 勤 许 鋈*

Reforming Corporate Governance of ASEAN: Current Situation and Prospect

Wang Qin & Xu Yun

[Abstract] With the development of market economy in ASEAN, countries of ASEAN began to reform the structure of corporate governance. Asian financial crisis forced countries of ASEAN to increase the speed of reforming corporate governance. In the countries of ASEAN, the structures of corporate governance can be divided into two modes. One is the typical family governance in the ASEAN-5 countries (Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore and Korea), and the other is the state-owned corporate governance such as in Viet Nam. In recent years, the corporations in ASEAN-5 countries and Viet Nam achieved some success of different standards in the reform of corporate governance.

伴随着东盟国家的市场化进程,各国相继展开了公司治理结构的调整与改革,亚洲金融危机迫使各国加快了公司治理的步伐。在东盟国家,公司治理结构大致可分为两大类型,即东盟五国(印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国)典型的家族治理模式,而越南则属于国有企业型的治理模式。近年来,东盟五国和越南的公司治理均取得不同程度的进展,并取得一定的成效。

一、东盟五国的公司治理模式

在国际上,公司治理模式大致可分为美英公司治理模式、日德治理模式和东亚家族治理模式。东盟五国的公司治理结构属于典型的家族治理模式,它主要表现为家族企业股权高度集中,所有权与经营权合一,对外部投资者依赖性弱,血缘和股权双重纽带激励,以及政企关系密切等。

股权结构是指公司股东的构成和各类股东持股比例以及股票的集中或分散度,它是公司治理结构的基础。从东盟五国上市公司的持股结构看,各国的家族持股比例均较高。在各国上市公司的持股结构中,印尼的家族持股比例为72%,马来西亚为67%,菲

律宾为45%,新加坡为55%,泰国为62%^①。同时,东盟五国家族企业控股的集中度较高。据统计,印尼第一大的家族股东持股比例为17%,前5个最大的家族股东持股比例为41%,前10个最大的家族股东持股比例为58%;马来西亚第一大的家族股东持股比例为7%,前5个最大的家族股东持股比例为17%,前10个最大的家族股东持股比例为25%;菲律宾最大的家族股东持股比例为17%,前5个最大的家族股东持股比例为43%,前10个最大的家族股东持股比例为53%;新加坡最大的家族股东持股比例为6%,前5个最大的家族股东持股比例为32%,前10个最大的家族股东持股比例为27%;泰国最大的家族股东持股比例为9%,前5个最大的家族股东持股比例为41%,前10个最大的家族股东持股比例为46%。^②

为了增强对企业的控制权,家族主要采取了发行

*王勤:厦门大学东南亚研究中心、厦门大学南洋研究院教授、博士生导师、经济学博士;许鋈:厦门大学经济学院金融系

①②Ho Khai Leong, Reforming Corporate Governance in Southeast Asia: Economics, Politics and Regulations, Singapore: Institute of Southeast Asian Studies, 2005, 22, 23.

不同类型投票权的股票、交叉持股(cross—holdings)和金字塔式控股(pyramids with ultimate owners)的方式。通过发行不同类型投票权的股票,控股家族可以较小的股权份额获得较大的公司决策权,通过组建企业集团让集团内的企业交叉持股,控股家族可以掌握大于其股权份额的控制权,通过金字塔式的纵向层级控股方式,控股家族控股第一层级公司,再由第一层级控股第二层级,第二层级再控股第三层级等。在各国上市公司的家族企业增加控股方式中,以金字塔式控股为主,交叉持股比例较小。据统计,印尼的金字塔式家族控股比例占66.9%,马来西亚占39.3%,菲律宾占40.2%,新加坡占55%,泰国占12.7%;印尼的交叉式家族控股比例占1.3%,马来西亚占14.9%,菲律宾占7.1%,新加坡占15.7%,泰国占0.8%。^①

东盟5国企业的股权结构高度集中,而所有权与经营权也相对集中。大多数企业在家族成员实行家族控股的同时,还掌握了企业的经营管理权。由于各国企业股权的高度集中,存在一个或少数几个大股东,他们持有企业的大部分股份,因而他们对企业的重大经营决策具有决定权。另一方面,许多企业控股的家族成员还进入企业的高级管理层,直接参与企业的经营管理。据统计,印尼、马来西亚企业的家族所有者和管理者的控股比例高达85%,菲律宾为42%,新加坡为70%,泰国为68%。^②

东盟五国的家族企业以家族企业的创业家长为核心,依据家族血缘关系的亲疏远近组成企业的决策和管理体系。一般说,创业家长以外是一个由日后继承企业的近亲所组成的决策层,就企业的战略策略向创业家长提供意见,远亲和朋友组成的管理层则负责企业的日常运作。即使是那些上市公司,因为家族的高度控股,家族成员在股东大会、董事会、经理层的组成中均居于重要地位。由于家族控制了股份,即使决策有误导致股票价格下跌,也不会有来自家族股东抛售股票行为的约束。

各国家族企业的融资方式主要来自内源融资和外源融资,内源融资是企业内部自有资产和生产经营过程中的资金积累部分,而外源融资是企业的外部投资者借债或发行股票。在企业早期发展中以内源融资为主,而随着企业规模的进一步扩大,外源融资成为主要融资渠道。许多大型的家族企业集团还设立银行或金融公司,为家族系列企业提供贷款和服务。当有些规模足够大且发展前景足以吸引其他投资者的家族企业,需要在新的资金来源的吸引力与一部分所有权的丧失之间作出选择。因为家族企业如果选择公开发行股票,就会影响家族企业的股权控制。因而,发行新股对家族企业并非最佳选择,家族企业管理层首先

1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. <http://www.cnki.net>

谋求家族内部融资,只有在控股家族无法对企业发展提供内部融资支持的情况下才会选择公开上市。

在各国的家族企业中,经营者主要受到来自家族利益和亲情的双重激励和约束,这与经理式的现代企业制度明显不同。在经理式公司里,由于剩余索取权与控制权的分离,经理人员往往出现经营风险和道德风险,这就需要合理设计激励约束机制。由于家族企业所有权和经营权的高度集中,企业的存在与发展同家族的利益紧密相联,家族的血缘关系造就了共享和风险共担的强大动力。

二、越南国有企业的公司治理

20世纪80年代中期起,越南开始了以市场为导向的渐进式经济改革。随着越南经济改革的逐步深入,国有企业的产权改革和公司治理成为后续改革的重要内容,它也是关系到越南能否顺利实现经济转型的关键问题。

越南国有企业改革是在1986年越共六大宣布建设社会主义市场经济后逐步展开的,其核心是彻底破除“统包统管”,全面实行自主经营。近20年来,越南国有企业改革大体经历了三个阶段,即市场化、公司化和股份化。1987年越南要求各级政府停止经营管理上的包办代替,强调企业有权根据实际情况制订计划、组织生产和出售产品。1989年越南放开物价,把企业推向市场,迫使企业彻底转变经营机制,国家尽量减少指令性计划,企业有了更大的自主生产、定价和销售的权力。1991年6月,越共七大再次强调要保证企业的自主权,一切企业都要实行独立核算、自负盈亏和自我发展。此后,企业进一步走向市场,劳动工资、产品价格、市场销售、资金筹措、利润分配、工艺规程、计划指标以及同国外技术交流等生产经营活动,均由企业自己决定,政府不予干预。为了增强国有企业的经济实力和竞争力,越南政府在扩大企业自主权的同时,对国有企业进行了改组和整顿。除关系国计民生的国有企业外,政府不再给企业补贴,经营差的企业可以破产或被兼并,政府在全国推动国有企业联合,成立了各种形式的总公司,并将它们建成实力强、效益高和具有竞争力的企业集团。越南《企业破产法》的出台,标志着越南国有企业开始推行优胜劣汰的市场法则。从1989年开始,越南在将商业、服务业和加工业中的小型国有企业私有化之后,政府把实行股份制作为企业改革的重要内容,以“国家资本主义”的形

^{①②} Claessens, Stijn, S. Djankov, and L.H.P. Land (2000). "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations" *Journal of Financial Economics* 58(2000) p.81~112.

式,通过非国有经济因素推动国有经济的改革和发展。1992年,越南开始在部属和省市属轻工业企业中推行股份化试点^①。在吸收国内外投资和解决企业资金短缺的同时,实现所有权多元化,推动企业经营管理体制的改革,从而实现增强企业的经济实力,提升企业经营效率的最终目标。

近年来,越南国有企业以市场为导向的渐进式改革取得了明显的效果。通过兼并、破产、重组后,越南国有企业的数量减少,但平均资金规模增大,企业的业务状况、收益、利润以及对政府财政的贡献不断提高。据2006年越南国家统计局的企业调查报告,2000~2005年,越南的国有企业从5759家减至4086家,企业平均规模从1300亿越盾提高到3550亿越盾,提供的就业机会从3.63万个增加到4.99万个。虽然目前越南国有企业的数量仅占3.6%,但吸收了国内54%的资本、创造了41%的利润、提供了32.7%的就业机会,占财政贡献的41%。

2001年以来,越南加快了国有企业的产权改革和公司治理进程。越南颁布了《企业法》,出台了近40多份相关文件,为国有企业革新、改造、重组和股份制提供了法律依据。据越南企业发展与改革指导委员会统计,2001~2005年期间,越南已对5655家国有企业中的3349家企业进行改制和重组。其中,股份化改制2188家、解体252家、合并416家、破产184家、转成个人责任有限公司124家及其他形式改制182家^②。在越南国有企业产权改革和公司治理的过程中,政府积极鼓励职工入股并作为所有者参加企业管理,希望通过股份化改革为一种新型的“劳动者所有权”创造条件。根据2002年越南计划投资部对股份公司所有权结构的调查显示,由于政府鼓励职工入股并作为所有者参加企业管理,使得管理层和职工持有了近半数的企业股份。2002年越南股份公司所有权结构中,管理层和职工持股比率高达48.9%,政府和国有企业持有34.2%的股权,而外部投资者仅持有16.9%的股权。按照政府64号法令,外部投资者最多可以持有30%的股份。^③

越南政府积极鼓励职工入股,并作为所有者参加企业管理,这在一定程度上有利于调动职工的积极性,提高了国有企业的经营管理效率。不过,这种管理层和职工持有大量股份的产权结构仍存在不少问题。尽管越南的《企业法》以立法形式明确了公司治理的基本原则,但因法律体系不完善和实施细则不明确,实际执行情况并不理想^④。由于高比例内部持股,外部投资者实际上无法参与对公司治理结构的有效监督,企业职工持股虽然达到了40%,但由于人数众多且分散,他们对公司决策的影响力十分有限。而代表国有股权的政府相关部门和行政任命国有企业管理层实

际上成为公司决策者和管理者,法定公司最高决策机构的股东大会形同虚设。按照《企业法》和公司章程的规定,监事会主席由股东大会选举产生,但事实上通常是由控股股东决定监事会主席人选,并告知其他大股东,最后由股东大会形式上表决通过这一既定事实,董事会成员也多是由大股东协商决定,真正由股东大会投票产生的席位是相当少的^⑤。虽然法律赋予监事会以重要职责,但没有明确其具体角色和责任,缺乏独立和实质的制衡权力。在目前管理层的薪酬仍受国家相关政策的制约而与公司业绩并无多大直接联系的情况下,有效制约机制的缺失也提高其谋取私利的动机。

目前,越南的产品市场和劳动力市场的流动性和竞争性加强,有利于公司治理水平的改善,但越南缺乏有效率、具有评定公司价值和转移公司控制权的资本市场。越南股票市场2000年7月才正式成立,该年7月28日越南第一家证券交易所胡志明市证券交易所开始运营,2005年3月第二家证券交易所河内证券交易中心宣布成立。至今,越南股票市场的规模相对较小,大多数企业仍游离在资本市场之外,主要依靠银行融资,企业信息公开和透明程度也低。

三、东盟公司治理结构的前景

20世纪80年代中期起,东盟国家相继进行了公司治理结构的调整与改革,亚洲金融危机迫使各国加快了公司治理的步伐。各国政府普遍意识到,公司治理结构的不完善是导致金融危机的重要原因之一。东盟各国政府先后成立了公司治理的专门机构,出台一系列公司治理法规和措施,以建立和完善国内的公司治理结构。

东盟5国公司治理模式的形成与发展,与各国的企业发展历史相对较短有关,也是这些国家市场体系发育不成熟的产物。在特定的企业内外部条件与环境下,东盟5国公司治理模式有其优势也有其局限。这种

①Nguyen Vann Thang, 'Corporate Governance in Vietnam', s. Equitized Companies, In Reforming Corporate Governance in Southeast Asia, Singapore Institute of Southeast Asian Studies, 2005, p.358.

②〔越南〕《经济时报》2006年2月10日。

③Ministry for Planning & Investment (2002), Equalized Companies in Vietnam: A Pre and Post Equitization Research on Performance, Difficulties, and Policy Implications.

④OECD (2003), White Paper on Corporate Governance in Asia, 2003.

⑤Ministry for Planning & Investment (2002). Equalized Companies in Vietnam: A Pre and Post Equitization Research on Performance, Difficulties and Policy Implications.

公司治理模式的优势表现在：一是家族企业产权清晰，保证了家族企业决策的有效性。在家族企业中，它的唯一目标就是实现家族企业利润最大化，其基础在于组织结构简单，高度集权，通常以非正式的契约关系形成企业组织框架和等级管理。企业所有者负对企业生存和发展的全部责任，相应地地在企业管理中也拥有绝对的控制权，并拥有最终剩余索取权，然后依次按照亲疏关系分配权利并承担责任和享受相应利益，从而保证家族企业决策的有效性和责权利的一致性；二是家族企业产权关系，可以降低代理成本。由于家族企业明晰的产权关系，所有权和经营权的高度集中，基本上不存在代理成本问题。即使家族成员将一般管理职能交给非所有者，代理成本也是很低的；三是家族企业内部的人格化交易网络，可以降低交易成本。家族企业的治理，更侧重于血缘、地缘、业缘等人际关系，倾向于使用自己人，家族伦理约束简化了企业的激励和监督机制，从而有效地节约了企业交易成本。各国家族治理模式的缺陷也十分明显。由于家族企业的家长制个人决策的局限性，易于造成决策的失误；家族企业选择继承人和专业经营者的局限性，可能对企业的持续发展造成较大的冲击；家族企业封闭式产权制度的局限性，可能制约企业的有效扩张和减弱抵御风险的能力；家族企业制度化管理的局限性，可能直接影响企业经营管理的效率。

金融危机之后，印尼政府颁布了公司治理条例（CGCG），实施了新的破产法，设立了新的商业法庭，采取了国际标准的会计和审计制度，以此推动国内企业建立和完善现代企业制度。马来西亚1998年4月开始修订证券法，2000年4月正式通过。该法案加强了证券委员会（SC）的管理职能，明确了上市公司治理的基本原则，投资者权利保护的实现方式，以及上市公司董事、经理等人员所应遵循的行为准则和职业道德等。1999年，马来西亚还修订了公司法，以规范国内企业的运作。菲律宾在2000年和2002年分别颁布了证券法和公司治理法，这些法案要求上市公司的内部组织结构进一步规范化，不断完善公司的绩效评价和激励约束机制，增强公司信息披露与透明度。新加坡在2001年4月通过公司治理法案，2003年1月正式实施。该法案为国内企业制定公司章程和治理细则提供了基本准则，也为评判国内企业是否具有良好的公司治理结构提供了衡量标准。泰国政府在2002年设立了国家公司治理委员会（NCGC），制定和实施了一系列国内公司治理的措施。这些措施包括修订上市公司法案，修订证券法、重申证券交易所的信息披露和关联交易原则，积极培育机构投资者，建立公司治理中心，为企业内部治理提供咨询，开设公司治理的培训课程

等。由于东盟5国市场经济和法律制度的日趋完善，各国企业的公司治理模式正经历着分化和变革，90年代中期的金融危机加速了这一过程。许多大型企业开始超越家族经营的束缚，借鉴和吸收西方先进的企业经营与管理模式，注重改善公司治理结构，逐步建立和完善现代企业制度。有的企业实现了企业股份制改造和向社会筹资的转变，有的企业出现所有权与经营权的分离，有的企业积极录用家族以外的人才来管理企业。不过，从总体上看，这些家族企业在经营管理上的变革要快于所有权方面的变化。

随着越南入世后市场化进程的加速，越南国有企业的产权改革和公司治理问题将愈显突出。由于越南经济转轨过程中所具有的路径依赖或循序演化的性质，计划经济体制的遗产，竞争性资本市场和劳动市场的缺乏等，对今后公司治理改革形成了一定的约束。当前，越南国有企业改革和公司治理尚处于起步阶段。越南政府意识到国有企业的产权改革和公司治理对实现经济转型的重要性，《企业法》等相关的法律法规为国有企业产权改革和公司治理提供了法律框架，政府积极通过法律和监管等手段，引进和推广更高标准的公司治理原则。越南的国有企业改制和重组正在进行，越来越多的国有企业转变为股份制企业，政府计划保留1800家国有企业，500家将成为国家参股企业，8家国有企业集团、93家国有总公司和900家国有企业经股份制改造后国家不再控股。越南股票市场的迅速兴起，将为企业产权改革和公司治理创造有利条件。非国有经济不断壮大发展，也形成了对国有企业改制和重组的竞争环境。诚然，越南国有企业改革和公司治理仍存在不少困难。越南国有企业总体规模小，技术落后，资源配置效率低，竞争力不强，多数企业仍处于亏损的边缘。同时，越南企业税赋相对较重，由于公司所得税和增值税管理与征收中存在着诸多漏洞，偷逃税款成为普遍现象，而新会计标准的采用和经营透明度的增加会使企业难以通过会计等手段逃税，一旦逃税行为被发现所带来的处罚将使部分企业破产^①。另一方面，实施更高的公司治理标准后，不当关联交易、挪用侵占资金等违规行为的空间将大大缩减，使得国有企业的既得利益者受到潜在威胁，因而来自这些既得利益者的公开和隐蔽地抵制被视为公司治理改革的主要障碍之一。

①Nick J.Freeman(2005).Promotion Good Corporate Governance Practices in Vietnam , In Reforming Corporate Governance in Southeast Asia ,Singapore:Institute of Southeast Asian Studies ,339~340.